MISSIONS

L'évaluation : un art qui nécessite une combinaison de compétences

Par Sonia BONNET-BERNARD,
Associée gérante
Ricol Lasteyrie

La comptabilité et l'évaluation ont de tout temps entretenu des relations complexes : les états financiers, de nature comptable, n'ont pas pour objectif de montrer la valeur de la société. Pourtant, la valeur est partout dans les comptes : valeur recouvrable, d'utilité, de marché, juste valeur. La "fair value" ayant désormais sa norme comptable dédiée, IFRS 13, il est important de bien comprendre comment s'articulent travaux d'évaluation et travaux comptables.

1. Les différentes notions de valeur

Le débat sur l'évaluation, longtemps préempté par les controverses sur la "fair value" a récemment fait l'objet d'une norme distincte, IFRS 13.

Les normes comptables contiennent d'autres références de valeurs :
• IAS 2 "Stocks" utilise la notion de valeur nette de réalisation ;
• IAS 36 sur la dépréciation d'actifs fait référence à la valeur recouvrable qui est la valeur la plus élevée entre :
- valeur d'utilité (obtenue par actualisation de flux de trésorerie sur la base d'un plan d'affaires excluant toute croissance et toute restructuration future) ; et
- juste valeur nette des coûts de vente.

Ces notions relativement précises, sont maintenant bien appréhendées par les professionnels comptables.

Au contraire de ces notions utilisées uniquement dans des situations précises, la "fair value", impacte de nombreuses normes et reçoit une utilisation extensive (IAS 16, IAS 17, IAS 20, IAS 28, IAS 36, IAS 38, IAS 39, IAS 40, IAS 41, IFRS 1, IFRS 2, IFRS 3, IFRS 5, IFRS 9). Elle est définie selon IFRS 13 comme un prix de marché à la vente : « *Le prix qui serait reçu pour vendre un actif ou payé pour transférer un passif lors d'une transaction normale ("orderly transaction") entre intervenants du marché ("market participants") à la date d'évaluation* ».

Cette définition, qui réaffirme la primauté du marché, diffère de celle de l'institution internationale des évaluateurs, l'IVSC (International Valuation Standards Committee), qui distingue prix et valeur. A l'intérieur du concept "valeur", l'IVSC distingue les notions de :
• "market value" (valeur de marché) ;
• "investment value" (valeur d'investissement) ;
• "fair value" (juste valeur) : « *prix estimé pour le transfert d'un actif ou d'un passif entre parties informées et consentantes, qui reflète convenablement les interêts respectifs de ces parties* ».

La notion comptable de "fair value" diffère ainsi de la notion habituellement comprise par les évaluateurs pour lesquels une valeur "fair" ,au sens de "équitable", est la résultante d'une approche multicritère bien menée. En effet, on ne peut généralement pas réduire la valeur d'une société à la valeur "spot" donnée par un marché plus ou moins liquide, plus ou moins informé, plus ou moins volatil.

Résumé de l'article

Comment détermine-t-on une valeur ? Y a-t-il différentes valeurs, l'une pour les comptes, les autres pour d'autres types de contextes ? La "fair value" existe-t-elle ? IFRS 13 apporte-t-elle des précisions suffisantes pour cerner cette notion ? Qui est responsable de la détermination de cette valeur ? Jusqu'où vont les travaux du comptable et à partir de quand doit-on faire appel à un évaluateur ?

2. La "fair value" au sens de "valeur équitable"

La valeur d'une société cotée, en première approche, paraît pouvoir être déterminée par sa capitalisation boursière. Le cours de bourse en effet intègre toute l'information publiquement disponible sur la société, sa situation financière, son activité, ses perspectives, son environnement.

La déconnexion récente entre la chute vertigineuse des cours de bourse depuis mi 2007 [1] et la santé financière de nombreuses sociétés qui ont continué à générer des résultats et dont les capitaux propres ont continué à progresser, malgré des dividendes toujours significatifs, pose cependant question. A fin 2011, les sociétés du CAC 40 affichaient en moyenne un ratio Capitalisation boursière / Fonds propres (P/B) de 1, contre 2,5 à fin 2007. Même si les capitaux propres ne sont pas une mesure de la valeur de la société, l'évolution de ce ratio est illustrative d'un malaise des marchés.

Si la baisse du marché n'est pas un critère suffisant pour disqualifier le cours de bourse comme référence de valeur, une forte volatilité peut en constituer un, surtout si elle s'accompagne d'une baisse importante des volumes.

En bref, on ne peut pas écarter la référence au cours de bourse pour les sociétés qui bénéficient d'un marché actif (la volatilité du CAC 40 n'est pas un critère suffisant pour disqualifier le cours de bourse de ces sociétés car la liquidité reste toujours élevée sur ce type de grandes valeurs), mais dans beaucoup de contextes, il est prudent de mettre en œuvre une analyse multicritère de la valeur.

Ceci est encore plus vrai pour les sociétés cotées dans des marchés peu actifs, soit parce que le titre n'est pas coté en continu, ou parce que les volumes quotidiens sont insuffisants, ou que le cours est excessivement volatile, ou ne réagit pas aux annonces sur la santé de la société.

Pour parvenir à une juste valeur, notamment en période de crise, une analyse multicritère apparaît incontournable. L'Autorité des Marchés Financiers, dans sa recommandation sur l'expertise financière indépendante (mise à jour le 27 juillet

1. Le CAC 40 était à plus de 6 000 fin juin 2007, il a chuté à 2 500 en mars 2009 et ne dépasse les 3 000 que depuis l'été dernier.

2010), indique que pour juger de l'équité des conditions financières d'une offre publique, l'expert indépendant[2] mandaté à cet effet, doit mettre en œuvre une évaluation multicritère de la société visée par l'offre : le cours de bourse, mais également d'autres méthodes d'évaluation communément utilisées : (DCF, multiples de marché, actif net réévalué).

3. L'analyse multicritère de la valeur d'une société

3.1 La valeur d'entreprise (ou valeur de l'activité) et les méthodes pour la déterminer

Les méthodes d'évaluation communément utilisées permettent en règle générale d'aboutir à une valeur de l'activité (ou valeur d'entreprise, qui représente l'incorporel, le corporel d'exploitation et le besoin en fonds de roulement). De cette valeur devra être déduit l'endettement net pour parvenir à une valeur des fonds propres.

Il convient de distinguer :
• les méthodes analogiques qui valorisent l'entreprise par analogie avec des entreprises comparables dont la valeur est connue (sociétés cotées ou sociétés ayant fait l'objet de transactions récentes) ;
• les méthodes dites intrinsèques, car elles déterminent la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propre à celle-ci (actualisation des flux de trésorerie et dans une moindre mesure actif net réévalué).

■ Les méthodes analogiques : l'application de multiples de marché

Il s'agit d'appliquer aux agrégats représentatifs de la société à évaluer, des multiples de marché déterminés sur un échantillon de sociétés cotées comparables ou de sociétés ayant fait l'objet de transactions récentes.

L'essentiel de la difficulté réside là dans la collecte d'informations fiables sur des sociétés raisonnablement comparables :
• informations fiables : ceci implique notamment que les titres des sociétés cotées comparables soient liquides et régulièrement suivis par les analystes financiers ou que, s'agissant de sociétés ayant fait l'objet de transactions récentes, suffisamment d'informations sur les conditions des transactions aient été rendues publiques ;
• comparables : la comparabilité s'apprécie non seulement en termes d'activité mais également de taille, de profil de rentabilité et de risque, de zone d'intervention… Il est ainsi rare d'obtenir des données sur un échantillon de sociétés parfaitement comparables. Il conviendra également de s'assurer que les agrégats représentatifs du secteur (chiffre d'affaires, EBIT ou EBITDA le plus souvent) sont déterminés sur la base de règles identiques dans toutes les sociétés.

L'application de multiples de marché permet de parvenir à une valeur d'entreprise de la société à évaluer.

Pour la mise en œuvre de ces méthodes, l'expertise requise est à la fois :
• financière, car pour choisir l'échantillon de comparables, manier les consensus de marché et d'une manière générale les éléments issus des bases de données, une expérience de marché est utile ;
• comptable, car l'exercice d'homogénéisation des agrégats utilisés requiert une expertise des normes comptables.

Notons que les approches de marché, dans un contexte de raréfaction des transactions et de forte volatilité des marchés, perdent de leur pertinence. La méthode des transactions comparables par exemple a été peu utilisée au cours des deux dernières années, tout simplement faute de transactions.

La méthode des comparables boursiers, dans le contexte boursier que nous avons évoqué, doit être utilisée avec précaution : le choix des comparables doit s'opérer non seulement sur un critère d'activité et de taille, mais également de liquidité, ce qui restreint forcément l'échantillon. L'application de décotes d'illiquidité qu'on utilise parfois lorsqu'il s'agit d'évaluer une société non cotée sur la base de multiples de sociétés cotées, doit être exceptionnelle : lorsque les comparables sont eux-mêmes peu liquides, il serait déraisonnable d'ajouter une décote d'illiquidité.

■ L'actualisation de flux futurs de trésorerie (méthode DCF)

Cette méthode permet d'évaluer l'activité de la société à partir des flux[3] ressortant de son plan d'affaires, actualisés à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la société, et en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon du plan.

Une première difficulté consiste à s'assurer de la cohérence du plan d'affaires au regard de l'historique, de l'évolution prévisible du secteur, de la position concurrentielle de la société par rapport à ses pairs et du caractère prudent ou volontariste du plan d'affaires. Une analyse approfondie de la formation des flux et des écarts historiques entre budgets et réalisations s'avère nécessaire avant de mettre en œuvre la méthode.
Cette première partie des travaux de l'évaluateur, phase incontournable de l'évaluation, est souvent confiée aux professionnels comptables qui maîtrisent parfaitement les revues de business plans et qui savent prendre en compte la position de l'entreprise dans le secteur, la cyclicité de l'activité et le positionnement dans le cycle économique, ainsi que la qualité du management en place, véritable enjeu notamment en période de crise…

Une deuxième difficulté consiste à modéliser la valeur terminale (valeur de sortie à l'horizon du plan) et à déterminer les paramètres financiers de l'évaluation (taux d'actualisation et croissance à l'infini) :
• parmi les paramètres entrant dans la valeur terminale figure le taux de rentabilité soutenable à terme par la société, compte tenu d'un niveau d'investissement normatif, de la croissance du secteur (base de la croissance à l'infini) et de la position concurrentielle attendue. Ce taux de rentabilité mérite une analyse extrêmement fine, car il est structurant dans la détermination de la valeur terminale, qui représente bien souvent plus de 60 % de la valeur de la société ;
• concernant les paramètres financiers : le taux de croissance à l'infini retenu est généralement en ligne avec le taux d'inflation ou de croissance attendu du secteur à très long terme. En ce qui concerne le taux d'actualisation, plusieurs approches coexistent, la plus fréquemment utilisée étant celle consistant à retenir le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou WACC) : le coût

2. Notons que l'expertise indépendante est réglementée par l'AMF, mais la "profession" d'expert indépendant n'est, elle, pas réglementée. Aujourd'hui, des comptables comme des financiers sont sollicités en qualité d'experts.

3. Par flux, il faut entendre un résultat d'exploitation après impôt mais avant amortissement, diminué (ou majoré) de la variation du besoin en fonds de roulement et des investissements nets d'exploitation.

Abstract

How to determine value? Are there different values, one for the accounts, the other for other contexts? Does the fair value exist? Does IFRS 13 provide sufficient detail to circumscribe this matter? Who is responsible for determining that value? What is the limit of the accountant's work and when should an appraiser intervene?

du capital est déterminé selon le modèle du Medaf (modèle d'évaluation des actifs financiers), à partir de la prime de risque de marché corrigée du risque systématique (non diversifiable) de l'entreprise et majorée du taux sans risque [4] ; le WACC est alors obtenu en pondérant coût du capital et coût de la dette après impôt sur la base d'un levier financier soutenable à terme par l'exploitation de l'entreprise.

Cette deuxième phase nécessite tout d'abord une réelle compétence en matière financière et également l'accès à des bases de données faisant référence sur le marché et la maîtrise de ces dernières. La détermination d'un taux d'actualisation ne se résume pas à la mise en œuvre d'une formule mécanique : la prise en compte d'un levier financier dans le WACC par exemple doit être faite après que l'on s'est posé de multiples questions, notamment sur la pérennité d'une structure financière endettée, sur le coût de la dette, sur l'incidence éventuelle de l'impôt, la détermination du risque systématique de l'entreprise (le coefficient bêta) nécessite du jugement et de l'expérience.

3.2 La valeur des fonds propres

Pour parvenir à la valeur des fonds propres de la société, il convient de déduire de la valeur d'entreprise (la valeur de l'activité), la dette nette de la société [5].

L'apport du professionnel comptable est là incontestable.
Lorsque la société n'a que des actifs et des passifs d'exploitation, la dette nette de la société est alors sa dette financière diminuée de sa trésorerie.

En présence d'éléments hors exploitation (actifs financiers, immobiliers hors exploitation par exemple), il faut analyser ces postes pour bien comprendre s'ils entrent dans le cycle d'activité normal de l'entreprise ou non.

La méthode DCF (mais également la méthode des comparables lorsque l'on utilise des multiples de chiffre d'affaires, de marges ou de résultat d'exploitation) valorise l'activité. Tout actif lié au cycle d'exploitation est de fait pris en compte dans la valeur d'entreprise : des dépôts et cautionnements ou des provisions pour retraite sont appréhendés dans le cycle d'activité et donc dans la valeur d'entreprise.

A l'inverse, les éléments qui ne donnent pas lieu à revenu ou dépense intégrée dans le business plan, doivent être ajoutés à la valeur d'entreprise (comme les actifs hors exploitation ainsi que le cash) ou déduits (le passif hors exploitation et la dette financière) : ainsi une provision pour un litige exceptionnel, une participation financière dans une société indépendante dont l'activité n'est pas appréhendée dans le résultat d'exploitation de la société à évaluer, seront à prendre en compte.

En pratique, il n'est pas toujours simple de bien appréhender ce qui est déjà valorisé dans la "valeur d'entreprise" et ce qui doit y être ajouté ou en être déduit.

C'est pourquoi tout travail d'évaluation doit démarrer par l'établissement d'un bilan financier distinguant ce qui est exploitation (valeur d'entreprise) et ce qui est hors exploitation :
• les actifs financiers (prêts, participations mises en équivalence) génèrent des revenus qui ne sont généralement pas pris en compte dans les flux du plan. Ces actifs doivent ainsi être ajoutés à la valeur d'entreprise pour leur valeur de marché ;
• les passifs financiers (dette financière notamment) font aussi clairement partie du passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres : ils sont valorisés en théorie à leur valeur de marché, qui est bien souvent leur valeur de remboursement (ou de rachat si un rachat est probable) sauf si l'intérêt payé est très éloigné des taux de marché et qu'un refinancement pourrait intervenir ;
• en revanche, la notion de BFR est plus floue : à l'exception des stocks, créances clients, dettes fournisseurs et dettes fiscales et sociales qui correspondent à des charges et produits futurs pris en compte dans les flux du DCF et qui génèrent une variation du BFR, les autres éléments de bilan ne sont pas aussi simples à classer, la question la plus épineuse restant le plus souvent celle des provisions.

■ La difficile question des provisions pour risques et charges

La provision est une dette, le plus souvent d'exploitation, dont le montant et/ou l'échéance est incertain. Citons à titre d'exemple : les provisions pour litiges, pour garanties, pour retraites.

Ces provisions sont sans aucun doute des éléments d'exploitation ; sont-ils pour autant systématiquement intégrés dans la valeur d'entreprise ?

Dans le cas des litiges, on peut espérer qu'ils ne sont pas récurrents et que le business plan n'intègre pas de flux particulier à cet égard :
• la valeur DCF ne prendra alors pas en compte le flux négatif à venir correspondant au décaissement lié au litige ; la provision pour risque figurant au bilan est constitutive d'une dette à retrancher de la valeur d'entreprise (pour un montant actualisé le cas échéant) ;
• si la provision a été constituée sur un exercice dont les agrégats servent de base à l'application de multiples de marché (pour la mise en œuvre des méthodes analogiques), les agrégats devront être retraités pour annuler la provision (on ne peut appliquer un multiple sur un élément non récurrent), la provision sera en revanche là encore prise en compte comme un élément de dette.

Dans le cas des garanties, on comprend bien que dans certains secteurs elles puissent être inhérentes à l'activité, et qu'à chaque vente puisse correspondre une charge liée à l'estimation des mises en jeu futures de garantie. La garantie fait partie intégrante des flux d'exploitation et est donc déjà comprise dans la valeur d'entreprise, que cette dernière soit appréhendée par approche DCF (les flux du business plan sont impactés par les garanties) ou par application de multiples de marché (le multiple est appliqué à un agrégat tenant compte de cette charge). Aucun retraitement ne sera alors nécessaire dans le passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

Une analyse au cas par cas est ainsi indispensable : les litiges dans certaines activités sont récurrents et déjà planifiés dans les flux ; les mises en jeu de garantie dans d'autres cas sont très exceptionnelles et une provision constatée au bilan à ce titre constitue une véritable dette venant minorer la valeur de la société.

■ La question des provisions pour retraite est très particulière

Considérée parfois comme une dette par certains évaluateurs, parce qu'elle fait l'objet d'une évaluation probabilisée et actualisée, elle n'en demeure pas moins un élément d'exploitation, totalement récurrent, et le plus souvent pris en compte dans les flux : la charge relative aux retraites est généralement comprise dans les charges de personnel.

Rappelons à cet égard, le mécanisme prévu par la norme comptable IAS 19 : la charge correspondant aux droits acquis par les salariés au titre des services rendus pendant

*4. En notant E(Rm) le rendement espéré sur le marché et (Rf) le taux sans risque, le coût du capital (taux de rendement espéré de l'entreprise) E(Re) = Beta * [E(Rm)-Rf] + Rf ; le coefficient beta étant la mesure du risque systématique de l'entreprise.*

5. A l'exception des cas où la méthode d'évaluation consiste à appliquer un multiple au résultat net (le fameux PER) ; dans ces cas, le cash n'est pas ajouté et la dette n'est pas retranchée de la valeur obtenue.

la période (probabilisée et actualisée) est incluse dans les charges d'exploitation et vient majorer la provision au bilan. Les versements effectués aux bénéficiaires viennent en déduction de la provision. Ceci est typique d'une charge d'exploitation qui génère une dette en raison d'un décalage de paiement.

Comme toute dette sociale liée au décalage entre la charge de personnel et son paiement, elle constitue donc un élément du besoin en fonds de roulement et ne devrait pas être déduite de la valeur d'entreprise.

La seule raison qui pourrait justifier sa prise en compte en dette financière serait l'existence d'une pyramide des âges atypique : une société qui emploie de façon conjoncturelle des seniors, présente un BFR très "allégé" par une lourde provision pour retraite qu'il convient alors de retraiter pour ne laisser en BFR que la partie normative. L'excédent de provision pour retraite doit alors être traité comme une dette financière. Dans le même esprit, la part des provisions pour retraites relative aux retraités, notamment les plans à l'étranger et les régimes de retraite "chapeau", doit être considérée comme une dette.

Ainsi, tout travail d'évaluation nécessite, en premier lieu une compréhension fine de l'activité de la société à évaluer, de son environnement, de ses perspectives, mais également des compétences comptables et financières :

- la rigueur du comptable est indispensable dans l'analyse des business plans, pierre angulaire de l'analyse DCF (pour Discounted Cash Flows), méthode phare en matière d'évaluation ;
- le professionnel comptable apporte également une dimension importante dans la mise en œuvre des méthodes de marché : fondées sur l'analogie avec des sociétés comparables, ces méthodes nécessitent bien souvent des retraitements pour rendre justement les éléments utilisés comparables à ceux de la cible évaluée ;
- en dernier lieu, l'analyse des éléments de passage entre valeur d'entreprise (de l'activité) et valeur des fonds propres nécessite une connaissance approfondie du bilan de la société évaluée.

Une expertise financière est cependant incontournable pour déterminer les méthodes et les paramètres financiers à retenir : au-delà de la détermination des taux d'actualisation, l'évaluateur saura apprécier la nécessité de recourir à des méthodes complexes (options réelles, scenarios probabilisés, voire méthode de Monte Carlo…).

Et puis, une analyse multicritère bien menée doit nécessairement inclure un exercice d'analyse de cohérence entre les valeurs obtenues selon les différentes méthodes jugées pertinentes. En règle générale, les méthodes classiques d'évaluation font ressortir des valeurs qui convergent. Il est vrai que la crise récente a rendu plus difficile la réconciliation des valeurs, ce qui rend d'autant plus utile l'exercice de recoupement, qui permet d'analyser les écarts. Cette analyse mérite d'être conduite par un panel d'évaluateurs alliant des compétences comptables et financières. ■

Bibliographie

- Normes comptables internationales IFRS 13, IAS 36 - Edition 2012.
- Référentiel IVSC (International Valuation Standards) - Edition 2011.
- *Cahier de l'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières sur la norme IAS 36* (en 2 volumes).
- *Mission d'évaluation, Guide pratique* – CSOEC Edition 2012.
- Recommandation de l'AMF sur l'expertise financière indépendante du 19 octobre 2006 (mise à jour le 27 juillet 2010).
- Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières – SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Le manuel d'organisation du cabinet

Depuis le 1er janvier 2012, le manuel d'organisation est une obligation commune aux experts-comptables et commissaires aux comptes.

Cette obligation d'origine internationale a pour objectif d'imposer aux cabinets de mettre en place une organisation interne et de la documenter dans un manuel. Le manuel permet de diffuser les règles et bonnes pratiques aux collaborateurs. Facteur de sécurité et d'efficacité, le manuel d'organisation du cabinet est la première étape d'une démarche qualité.

La mise en place du manuel d'organisation du cabinet est aussi l'occasion d'une réflexion sur le cabinet, ses métiers, son organisation afin de rationaliser et d'harmoniser les méthodes de travail, de remettre à plat l'organisation souvent héritée de longues années d'habitudes accumulées.

Cet ouvrage est un guide méthodologique pour aider les cabinets à mettre en place leur manuel d'organisation. Il permet de comprendre les enjeux d'un tel document pour le cabinet, connaitre la démarche préalable à la rédaction de ce document, appréhender la méthodologie de rédaction et assurer le suivi de ce document.

Cet Expert en poche est complété par un second tome intitulé « La performance du cabinet : mode d'emploi ».

La performance du cabinet : mode d'emploi

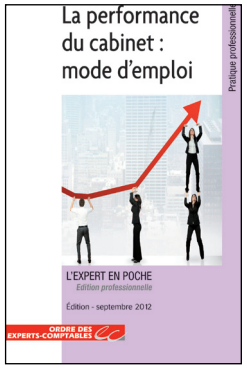
Ce deuxième ouvrage accompagne les cabinets dans leur démarche d'amélioration de leur performance.

Dans un cabinet, cette performance passe nécessairement par un respect approprié des normes professionnelles, trop souvent perçues comme des contraintes imposant des lourdeurs administratives dans le fonctionnement du cabinet. Pourtant, bien comprises et correctement mises en œuvre, les normes constituent un socle essentiel de l'efficacité d'un cabinet.

La performance du cabinet implique aussi d'autres dimensions telles que l'optimisation des process (réduction des pertes de temps et des travaux inutiles, accélération des flux, etc...), la mise en place d'objectifs, la création de valeur pour les clients ou encore l'amélioration permanente.

Ces différentes dimensions, souvent mal connues des cabinets, sont présentées, analysées et illustrées d'exemples dans cet ouvrage truffé d'astuces, d'expériences et de cas concrets rencontrés sur le terrain dans des cabinets de toute taille.

En outre, grâce à cet ouvrage, le cabinet sera prêt à obtenir la reconnaissance officielle de son efficacité par la certification ISO 9001.



http://boutique.experts-comptables.com